

한국 자산운용사의 스튜어드십 코드, 의결권 행사, 성과 간의 연관성

조혜진, 조교수, 동덕여자대학교 사회과학대학

Association Between Stewardship Codes, Voting Behavior, and Performance of Korean Asset Management Companies

Cho, Hyejin, Assistant Professor, School of Social Science,
Dongduk Women's University

Abstract

This study examines the relationship between institutional investors' shareholder activism and their performance, focusing particularly on the adoption of stewardship codes. The stewardship code includes guidelines for institutional investors to effectively fulfill the role of trustees and strengthen relationships with investee companies, with core elements such as enhancing shareholder rights. By analyzing the performance of institutional investors following the introduction of stewardship codes, this study aims to increase understanding of the motivations behind institutional investors' active shareholder activism and the importance of stewardship codes. The study analyzes the relationship between the introduction of stewardship codes and the fidelity of voting rights exercised by asset management companies. According to the analysis, asset management companies that have adopted stewardship codes demonstrate higher performance compared to those that have not, particularly in terms of ROA performance. The result suggests a positive effect of stewardship adoption.

Key words: Institutional investors, Stewardship codes, Voting behavior, Shareholder activism, Firm performance

1. 서론

기관투자자들은 투자자를 대리하는 수탁자로서의 역할을 하기 때문에 투자 대상 기업의 기업가치 극대화를 위해 노력해야 한다. 투자 대상 기업의 경영의사결정에 적극적인 태도는 기관투자자들과 투자자들의 관계 속에 발생하는 대리인 문제와 밀접한 관련이 있고, 또한 분산 되어있는 개인 투자자들의 경우 집단적 행동의 문제와 합리적 무관심으로 인해 경영자에 대한 감시와 견제 기능이 약하기 때문에(최문희, 2016) 자본 시장에서 기관투자자들의 역할이 중요하다. 이러한 문제 의식을 바탕으로 OECD국가들을 중심으로 기관투자자의 주주권 행사에 관한 준칙인 스튜어드십 코드(stewardship code)를 제정하였다. 우리나라는 기관투자자들의 주주권 행사에 대한 소극적 태도와 투자자로서의 노력이 부족하다는 인식이 있어왔으며 전세계적인 흐름에 따라 2016년 12월 스튜어드십 코드를 도입하였다. 스튜어드십 코드는 수탁자의 책임을 효과적으로 수행하는 것에 대한 것이며 투자대상 기업 관련한 의결권 행사 강화 등이 핵심 내용이다(손성규, 배창현, 2018; 송민경, 2015).

본 연구는 기관투자자가 투자대상기업 감시 및 견제를 하고자 하는 주주행동주의가 기관투자자 성과와 어떠한 관련성을 가지고 있는지 분석하며, 특히 스튜어드십 코드 도입과의 관련성에 집중한다. 스튜어드십 코드의 도입은 기관투자자들의 기업지배구조의 건전성을 높이고 대리인 문제를 감소시키는 역할을 하는 주주권 행사 관련 환경 및 제도적 변화라 여겨진다. 스튜어드십 코드를 도입하는 기관투자자들은 어떤 특성을 가지고 있는지, 그리고 도입 후 어떠한 변화가 있는지를 분석하여 기관투자자들의 재무적 성과와 스튜어드십 코드 도입 간의 관련성이 있는지 분석하는 것을 목표로 한다. 기존 문헌의 경우 스튜어드십 코드와 관련한 법 및 정책 연구가 주로 이루어져 있으나(송호신, 2017; 안수현, 2016; 황정미, 2020) 스튜어드십 코드 참여여부에 따른 영향에 대한 연구는 대표적으로 의결권 행사 패턴을 집중 분석한 김선민, 박경서, 정찬식(2020)가 있으나 미비한 실정이다.

기업의 대리인문제는 주주총회 안건에 대한 의사표명 등 적극적인 주주 참여로 인해 통제될 수 있으나(이윤아, 연강흠, 김한나, 2017) 소유가 높은 수준으로 분산되어 있는 공개회사의 경우 집중화 된 주주 행동이 어려워 경영자에 대한 감시 및 통제가 제대로 이루어지지 않을 가능성이 높다. 이러한 경우 투자자들의 수탁자인 기관투자자들의 역할이 중요할 수 있는데 우리나라의 경우 기관투자자들의 시세차익으로 인한 투자수익에 대한 높은 관심을 보이고 주주권 행사 수치가 낮은 수치를 보이는 특징을 띄고 있었다(손성규, 배창현, 2018). 이는 그동안 주주권 행사와 관련한 정보 분석에 대한 내부 조직 및 전문인력이 부족했던 상황이 반영된 결과이다(장정애, 2013). 2013년 기관투자자의 모든 의결권 행사 내역에 대한 찬반 결과 및 사유가 자본시장법 개정을 통해 공시되는 등 주주 권리 강화 관련 정책과

정보에 투자자들의 관심이 높아지면서 주주 행동주의에 대한 논의가 증가하였다.

기관투자자들의 중요한 역할에 대한 기존 문헌들은 기관투자자들의 주주행동주의의 하나인 의결권에 관한 연구에 집중하고 있다. 기관투자자의 반대 의결권 행사에 대한 연구인 김한나, 연강흠(2014), 이윤아 외(2017), 손성규, 배창현(2018)은 선행연구들은 기관투자자들의 주주행동주의가 투자 대상 기업의 가치(예: 수익률, 신용평점)에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고 있다. 기관투자자의 의결권 행사로 대표되는 행동주의가 투자대상기업의 성과에 미치는 효과는 긍정적, 부정적 결과가 동시에 제시되고 있다. 중장기 가치를 증진시키기 위한 방향으로 의결권을 행사할 수 있기에 기업의 지배구조개선이 이루어질 수도 있는 반면, 반대의결권 행사 자체가 해당기업이 주주가치를 훼손하는 행위를 했다는 정보로 받아들여질 수도 있기 때문이다(김한나, 연강흠, 2014).

이와 같이 2010년대 중후반에 활발히 시작된 기관투자자들의 주주행동주의 관련 논문들은 주로 기관투자자가 가지고 있는 지분율, 투자액 등과 투자대상기업의 기업가치, 배당정책 등과의 관련성을 분석하여 기관투자자들이 투자대상기업에 미치는 영향을 분석하고 있다. 한편, 본 연구에서는 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입/미도입에 따른 기관투자자들의 성과 및 규모를 분석한다는 점에서 기관투자자들의 적극적인 주주행동주의의 동기에 대한 이해를 높이고자 한다. 그리고 추가적으로 스튜어드십 코드 중 의결권 행사 수준을 활용하여 다양한 스튜어드십 지표 중 특별히 의결권 행사가 미치는 영향을 보고자 한다.

2019년 8월 기준 스튜어드십 코드를 도입한 기관투자자는 총 47개 사이지만, 사모펀드 운용사 등은 의결권 행사 내역을 일반에 공개하지 않으며 가입 보험사는 5개, 은행은 2개, 증권사는 3개로 극히 적은 기업만 스튜어드십 코드를 도입했다. 반면 자산운용사는 2019년 기준 37개로 많은 수가 참여하고 있기 때문에 본 연구는 자산운용사에 대한 분석에 초점을 맞춘다.

본고의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 기관투자자 및 지배구조와 관련한 선행연구를 살펴보고 가설을 제시한다. 3장에서는 표본 및 연구모형을 설명한다. 4장은 실증분석 결과를 제시하고 5장에서는 본 논문의 결과 및 한계점을 제시한다.

2. 선행연구 및 가설설정

2.1. 기관투자자와 스튜어드십 코드

자산운용사의 스튜어드십 코드는 해당 기관이 투자한 기업에 대한 지배권 행사의 여러

방식을 통해 기업들의 지속가능한 경영 및 사회적 책임에 대한 촉진을 목표로 하는 가이드라인이라 할 수 있다. 기관투자자는 자본시장 내의 대표적인 전문가 집단으로 투자 기업과의 적극적인 대화 및 참여를 통해 자본시장 내 투자자들의 신뢰를 높이는 역할을 할 수 있는 주체이다. 예를 들어 투자한 기업이 환경, 사회, 지배 구조 등 다양한 측면에서 지속가능한 경영을 실천하도록 유도하거나, 투명하게 정보를 제공하는 등의 목표를 달성할 수 있도록 주주권 강화 활동들을 통해 기업의 장기적인 가치 창출을 촉진하게 한다. 기관투자자들은 투자규모가 크며 기업의 회계 및 비회계정보 접근성이 높고 전문가집단으로서 정보분석능력이 뛰어나며, 이러한 장점을 활용하여 자신들의 투자성과 증진을 위해 피투자기업에 대한 적극적인 감시활동을 수행한다고 보고되고 있다(Jiambalvo, Rajgopal, and Venkatachalam, 2002).

따라서, 이러한 스투어드십 코드 도입은 기관투자자들이 기업 경영에 더 적극적으로 참여하게 해 기업의 지배구조를 강화하고 주주권리는 보호하는 중요한 역할을 할 수 있다. 이렇게 주주 행동주의를 강화시키면 주주와 경영진 간의 대리인 문제를 해소해 궁극적으로 금융시장의 투명성과 신뢰성을 향상될 수 있다. OECD국가들이 따르는 스투어드십 코드 가이드라인의 적용은 우리나라 투자 환경을 개선시켜 외국 자본의 유입을 활성화시킬 수 있다는 장점도 가지고 있다. 김선민 외(2020)은 스투어드십 코드가 우리나라에 도입된 후 기관투자자 및 피투자기업의 특성들에 대한 분석을 하여 스투어드십 코드를 도입한 기관투자자의 경우 주주총회 안전에 대하여 반대의견 가능성이 높아짐을 보여주었다. 이는 스투어드십 코드가 주주권 행사의 적극성을 높이는 결과로 이어지며 궁극적으로 피투자기업의 지배구조 개선 효과가 있을 수 있다는 결과이다. 이준서(2023)는 스투어드십 코드 도입 이후 주주제안이 기업의 지배구조 등급을 향상시킨 결과를 보였다. 특히, 정관변경 및 사외이사 선임과 같은 주요 지배구조 관련 주주 제안은 개선 효과가 뚜렷하였다. 또한, 의결권 찬성 비율이 높을수록 지배구조 등급이 개선되었으며, 특히 정관변경의 경우에는 명확한 정비례 관계를 보였다.

이러한 논의는 스투어드십 코드가 투자대상인 기업의 지배구조를 긍정적으로 변화시킬 수 있다는 시사점을 제시한다. 스투어드십 코드의 도입이 피투자기업의 경영에 있어 긍정적인 영향을 미치고 대리인 비용을 줄일 수 있다면, 이는 피투자기업의 실적 강화로 이어질 가능성이 높다. 궁극적으로 피투자기업을 투자폴리오에 포함시키고 있는 자산운용사도 좋은 투자실적을 경험하게 될 가능성이 높아질 수 있다. 스투어드십 도입이 시장전반에 긍정적인 영향을 미친다는 의견은 많지만 자산운용사가 주주활동에 있어 적극성을 띠는 것이 과연 자산운용사의 실적에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 탐색은 부족하다. 만약 투자대상의 지배구조의 개선에 영향을 미치는 스투어드십 코드가 궁극적으로 자산운용사

에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다면 스튜어드십 코드 도입의 효과성 및 정당성에 대한 이해도가 높아질 것이다.

스튜어드십 코드는 기관투자자들이 투자대상기업의 장기적인 가치 창출과 재무적 성과를 향상시키는 데 기여하고, 이로 인해 투자대상기업은 장기적으로 안정적인 경영활동에 도움이 되는 추가적인 자금확보가 수월해질 가능성이 높다. 투자 포트폴리오에 포함된 투자대상 기업들의 실적 향상은 기관투자자들의 재무적 성과에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 또한 스튜어드십 코드는 지속 가능한 경영을 촉진하기 위한 도구로도 활용될 수 있는데, 자산운용사들의 주주 행동주의로 투자대상기업들이 현재 투자자들의 주요 관심사 중 하나인 사회적 책임을 충실히 이행하는 방향으로 나아갈 수 있다. 이는 결국 투자대상기업의 환경, 사회, 지배 구조 등의 측면에서 잠재적 위험을 사전에 파악하고 대응할 수 있기에 중장기적으로 자산운용사의 성과를 향상시키는 데 기여할 수 있다. 마지막으로, 많은 국가에서 스튜어드십 코드를 준수하도록 규제가 강화되고 있기에, 자산운용사는 스튜어드십 코드 도입을 통해 금융 시장에서의 책임있는 역할을 하는 주체로 신뢰성을 향상시킬 수 있다.

이러한 이유로, 스튜어드십 코드와 기관투자자의 역할은 자본시장과 투자 기업에 긍정적인 영향을 미치며, 지속 가능한 경영과 안정성을 촉진하는 중요한 역할을 하고, 해당 논의를 바탕으로 다음 두 가지 가설을 제시한다.

가설 1. 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사는 도입하지 않은 자산운용사에 비해 재무적 성과가 높다.

가설 2. 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사는 도입하지 않은 자산운용사에 비해 기업규모가 높다.

2.2. 기관투자자의 의결권 행사

주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 대한 기관투자자들의 반대 등으로 나타나는 의결권 행사에 대한 적극 참여는 주주 행동주의의 가장 대표적인 예이며 기업경영에 대한 가장 적극적인 감시활동이자 의사표명으로 여겨질 수 있다(이윤아 외, 2017). 기관투자자들의 이러한 경영참여는 피투자기업 내부의 기업지배구조의 불완전한 감시 구조를 보완할 수 있는 장점을 지닌다. 내부기업지배구조는 주주와 경영진 간의 대리인 문제를 일으킬 수 있는데, 기관투자자들은 이를 극복하기 위해 주주총회에서 의결권을 행사함으로써 경영진에게 더 많은 투명성과 책임감을 요구할 수 있고, 이는 궁극적으로 이해관계자 간의 대리인 비용을 줄이며 시장전반에 긍정적인 효과를 가져올 수 있다(McConnell and Servaes, 1990).

김한나, 연강흠(2014)은 기관투자자의 의결권행사에 대한 시장반응에 대해 분석하였는데, 반대의결권 행사의 경우 경영진 모니터링에 대한 정보로 인식되어 양의 초과수익률이 나타난 것을 보고하였다. 이윤아 외(2017)은 기관투자자의 반대의결권 행사와 피투자회사의 이사회 독립성과의 양의 관계를 보였고, 신유진, 김정옥, 김도연(2022)은 기관투자자인 국민연금의 반대의결권 행사와 이익반응계수 간의 관계를 분석하여 기관투자자의 의결권참여가 실제로 시장참여자들에게 중요한 정보로 인식됨을 보여준다. 이러한 문헌들은 기관투자자들의 의결권행사에 대한 적극성은 시장참여자들의 인식에도 영향을 미치며, 궁극적으로 피투자기업의 경영에 있어 기관투자자들의 의결권행사가 더 높은 수준의 책임감을 요구할 수 있음을 보인다.

손성규, 배창현(2018)의 연구에 따르면 우리나라의 경우 기관투자자들은 주주행동주의의 정도가 상대적으로 낮았는데, 이는 인적자원 부족 및 주가차익을 선호하는 환경 등으로 설명된다. 그러나 최근에는 주주의 권리 강화에 대한 인식 변화와 다양한 정책들의 뒷받침으로 인해 주주 행동주의가 더욱 강조되고 있다. 자산운용사의 적극적인 의결권 행사는 투자 기업의 경영 및 운영에 더 적극적으로 개입함을 의미하며, 이로 인해 기업은 더 투명하고 책임감 있는 경영을 하게 되어 궁극적으로 주주 가치를 향상시킬 수 있게 된다. 주주 권익을 보호하고 주주 이익을 대변하는 수탁자로서의 역할을 하기 때문에 대리인문제를 경감시킬 수 있는 장점을 가질 수 있다. 또한 투자 포트폴리오의 장기적인 성과를 향상시켜 자산운용사의 실적을 향상시키는 데 기여할 수 있다. 결과적으로 의결권 행사는 자산운용사의 투자자들에게 투명성 있는 의사결정과 행동을 보여줌으로써 자산운용사의 신뢰성을 높이고 평판을 향상시키는 데 도움을 준다(Black, Jang, and Kim, 2006). 이러한 논의를 바탕으로 다음 가설을 제시한다.

가설 3. 자산운용사의 의결권 행사 충실도는 스튜어드십 코드 도입 자산운용사의 실적과 정(+)의 관계를 가진다.

3. 연구설계

3.1. 표본선정

표본 내 자산운용사는 총 244개로 금융감독원이 제공하는 금융통계정보시스템에 자료가 등록되어 있다. 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS)에서

<Table 1> Asset Management Companies' Introduction of Stewardship Code

연도	자산운용사 명	
2017	한국투자신탁운용	신한BNP파리바자산운용
	하이자산운용	메리츠자산운용
	트러스트자산운용	KB자산운용
2018	미래에셋자산운용	한국투자밸류자산운용
	동양자산운용	흥국자산운용
	대신자산운용	IBK자산운용
	멀티에셋자산운용	삼성자산운용
	현대인베스트먼트자산운용	한화자산운용
	키움투자자산운용	삼성액티브자산운용
	DB자산운용	베어링자산운용
	유리자산운용	KTB자산운용
	이스트스프링자산운용	NH아문디자산운용
2019	하나UBS자산운용	더블유더블유지자산운용
	하나대체투자자산운용	안다자산운용
	플러스자산운용	우리프라이빗에쿼티자산운용
	라자드코리아자산운용	맥쿼리투자신탁운용
	쿼드자산운용	마이다스에셋자산운용
	밸류파트너스자산운용	

제공하는 정보에 따르면 2017년에 6개, 2018년에 18개, 2019년에 9월까지 11개의 자산운용사가 스튜어드십 코드를 도입했다(표 1 참조). 스튜어드십 코드 도입의 초기 단계이기에 실제 도입한 자산운용사는 표본의 14% 정도이기에, 향후 추가적으로 분석이 될 가능성이 있다.

3.2. 변수

스튜어드십 코드 도입은 도입기업인 경우 1, 미도입인 경우 0로 구성되었다. *의결권 행사 충실도*는 한국기업지배구조원이 선정한 10개의 항목에 기반한 지표로 기관투자자가 10개의 항목 중 충족시킨 항목의 개수이다. *의결권 행사 충실도*는 의결권을 얼마나 명확한 기준으로, 합리적으로 행사했는지를 평가하는 지표이다. 10가지 항목으로 이루어져 있는 지수로서 대표적으로 ‘책임투자 원칙을 마련하고, 공개하고 있는가?’, ‘의결권 행사 지침을 마련하고, 공개하고 있는가?’, ‘이해상충 방지정책을 마련하고, 공개하고 있는가?’ 등의 항목으로 이루어져있다. 기관투자자의 재무적 성과는 *ROE (당기순이익/총자본)*와 *ROA (당기순이익/총자산)*를 활용하였으며, 각각 자본 대비 순이익, 자산 대비 순이익으로 측정

되었다. 기업의 규모는 직원 규모(이사를 포함한 고용직원 수) 및 자본 규모(기준: 백억)를 활용하였다.

4. 실증분석 결과

스튜어드십 도입과 기업성과 간의 상관관계를 살펴보기 위해 독립표본 t-검정을 통해 스튜어드십 도입 자산운용사와 미도입 자산운용사 간의 평균을 비교하였다. 2017년부터 도입을 하였기 때문에 2017년과 2018년 각개 년도에 대한 분석 및 2개년도 통합 분석을 하였다.

<Table 2>는 스튜어드십을 최종적으로 도입한 기업과 도입하지 않은 기업 간의 재무적 성과 차이를 보여준다. 2017년 및 2018년 연도별 ROE는 유의미한 차이는 보이지 않지만 2017년과 2018년을 통합한 ROE는 유의미한 차이를 보이고 있다. 스튜어드십 코드 도입 기업의 ROE가 큰 것으로 나타난다. ROA의 경우 연도별 및 통합 ROA 비교에 있어 스튜어드십 코드 도입 기업이 유의미하게 더 높은 성과를 보여주고 있기에 가설 1이 지지되는 결과이다. 주어진 결과에 따르면 통해 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사는 재무 성과 지표인 ROE 및 ROA에서 미도입 자산운용사보다 일반적으로 높은 성과를 보이고 있는 것으로 나타난다. 이러한 결과는 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사의 경우 궁극적으로 자신들의 투자 및 경영 활동에 긍정적인 결과가 나타날 가능성을 시사한다.

<Table 3>는 스튜어드십을 도입한 기업과 도입하지 않은 기업 간의 기업규모 차이를 보여준다. 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사가 미도입 자산운용사보다 더 큰 직원규모와 자본규모를 가지고 있음을 보여주며, 이러한 차이는 통계적으로 유의미하기 때문에 가설 2가

<Table 2> Introduction of Stewardship Code and Performance

	스튜어드십 코드 도입 자산운용사			스튜어드십 코드 미도입 자산운용사			Diff.	Std. err.	T 값
	Obs.	Mean	St.d.	Obs.	Mean	St.d.			
ROE2017	6	13.85	12.02	222	10.74	153.41	-3.10	62.77	-0.05
ROE2018	24	11.90	8.26	224	-.03	46.03	-11.93	9.43	-1.27
ROA2017	6	11.27	10.13	165	4.81	24.94	-6.47	10.24	-1.63*
ROA2018	24	10.15	7.22	198	1.76	29.98	-8.39	6.15	-1.36+
ROE2017&18	30	12.57	9.39	436	-.13	41.91	-12.70	7.67	-1.65*
ROA2017&18	30	10.37	7.70	363	3.14	27.81	-7.23	5.10	-1.41+

<Table 3> Introduction of Stewardship Code and Firm Size

	스튜어드십 코드 도입 자산운용사			스튜어드십 코드 미도입 자산운용사			Diff.	Std. err.	T값
	Obs.	Mean	St.d.	Obs.	Mean	St.d.			
직원규모 2017	6	144.33	92.10	217	23.12	53.76	-121.20	22.73	-5.33***
직원규모 2018	24	137.04	158.89	222	14.5	18.89	-122.54	11.17	-10.97***
직원규모 2017&18	30	138.5	146.62	439	18.76	40.30	-119.73	10.09	-11.87***
자본규모 2017	6	7.60	5.85	218	2.63	10.19	-4.97	4.19	-1.19
자본규모 2018	23	14.46	30.17	223	1.43	2.41	-13.03	2.05	-6.37***
자본규모 2017&18	29	13.04	27.00	435	2.01	7.34	-11.03	1.87	-5.90***

지지되는 결과이다. 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사는 인력과 자본을 보다 큰 규모로 확보하고 있으며, 이는 기업의 경영 및 투자 활동에 유리한 요소로 작용할 수 있다.

<Table 4> Voting Rights Participation and Performance

	종속변수 ROE	종속변수 ROA
의결권 행사 충실도	0.130 (0.876)	0.217 (0.709)
lag_ROE	0.639*** (0.000)	
lag_ROA		0.714*** (0.000)
lag_BIS	-0.094 (0.317)	-0.075 (0.268)
기업규모	2.399 (0.120)	1.318 (0.217)
year effect	controlled	controlled
Constant	-1.128 (0.924)	-0.637 (0.939)
Observations	30	30
Adj. R-squared	0.542	0.652
F-value	7.626	11.51

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, + p<0.1

<Table 4>는 스튜어드십을 도입한 기업 중 의결권 행사 충실도가 재무적 성과에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 보고한다. 의결권 행사 충실도의 영향은 재무적 성과 인 ROE 및 ROA 둘 다 유의하지 않은 결과를 보여 가설 3은 기각되었다. 스튜어드십 도입 초기단계이기 때문에 본 연구에서 분석이 가능한 표본의 수가 적은 점과, 스튜어드십 코드의 효과는 기관투자자가 피투자기업을 모니터링하고 의결권을 행사하며 장기적인 변화를 통한 장기적인 성과 향상으로 나타날 가능성이 높다는 점에서 현재 분석기간으로 설정된 2년으로는 스튜어드십의 장기적 영향력을 측정하기엔 아직은 이른 것으로 보여진다.

5. 결론

본 연구에서는 한국의 스튜어드십 코드 도입에 따른 영향 분석을 했으며, 주요 기관투자자인 자산운용사의 변화에 집중한다. 분석 결과에 따르면, 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사들은 그렇지 않은 자산운용사들에 비해 높은 실적을 기록하고 있으며 ROA 성과에서 더 두드러진다. 또한 스튜어드십 도입한 기업들은 훨씬 큰 기업 규모를 가지고 있었는데, 이러한 규모 대비 성과가 높다는 것은 스튜어드십 도입의 긍정적인 효과로 이해할 수 있다. 본 연구에서 다루지 못한 내생성 이슈를 고려해본다 하여도 재무적 성과가 높고 기업규모가 큰 자산운용사의 스튜어드십 코드 도입은 자본시장의 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째로, 본 연구에서 다룬 스튜어드십 코드의 도입은 아직 초기 단계에 있기에 장기적인 영향력에 대한 분석이 미비한 점이 있다. 스튜어드십 코드의 영향이 시간이 흐름에 따라 더 큰 변화를 가져올 수 있음을 고려하지 못한 것이 이러한 한계점의 주요 원인이다. 따라서, 향후 연구에서는 더 오랜 기간을 다루고 더 많은 기업을 포함하여 스튜어드십 코드 도입 기업의 장기적 변화 및 내생성을 더 정확하게 고려할 필요가 있다. 둘째로, 본 연구에서는 2017년과 2018년을 대상으로 한 스튜어드십 코드 도입 기업과 미도입 기업 간의 비교분석을 수행하였으나 이는 표본 크기가 작다는 한계점을 가지고 있다. 더 많은 기간과 더 많은 기업을 포함한 큰 표본을 사용하여 보다 신뢰성 있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 예상된다. 셋째로, 본 연구의 분석은 비교적 단순한 모델을 기반으로 하고 있어서 다른 중요한 변수들을 고려하지 못한 점이 있다. 예를 들어, 직원 규모나 자본 규모 외에도 다른 요인들이 기업의 재무적 성과에 영향을 미칠 수 있다. 따라서, 미래 연구에서는 이러한 다변량 분석을 통해 더 다양한 요인들을 고려하여 보다 정확한 결과를 얻을 수 있을 것으로 기대된다.

금융 시장에서의 급격한 변화와 함께, 자산운용사들이 지속 가능한 투자와 사회적 책임에 대한 새로운 노력을 기울이고 있고 최근 몇 년간 이러한 노력의 중심에 자리한 것이 바로 '스튜어드십 코드'의 도입이다. 이러한 변화 속에서 자산운용사들의 역할과 기능이 점차 확대되고 있는데, 단순히 수익 추구에 그치지 않고 투자 기업의 장기적 가치 창출과 사회적 책임을 강조하며 행동하는 방향으로 변화하고 있다. 기관투자자들은 자본시장의 발전과 안정성을 유지하고 개선하는 데 중요한 역할을 한다. 대규모 자금을 시장에 공급함으로써 시장의 유동성과 효율성을 향상시키는데 큰 역할을 하며, 더 나아가 장기적인 투자를 통해 시장의 안정성 유지와 단기적 변동성 완화에 기여한다. 또한, 자산운용사들은 기업 지배구조에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있는데, 주주총회에서의 투표권 행사(경영진 임명, 임원 보수, 정책 결정 등)를 통해 기업의 경영에 대한 주주들의 의견을 반영하고, 주주 제안을 통해 기업 변화와 투자자 이익 보호를 위한 노력을 할 수 있다. 이러한 역할을 강화하기 위해 도입된 스튜어드십 코드는 자산운용사들이 투자 기업의 경영에 적극적으로 참여하며 지속 가능한 가치 창출을 촉진하는 데 중점을 두고 있다. 자산운용사의 스튜어드십 코드 도입은 금융 시장의 패러다임 변화를 시사하는데, 단순한 이윤 추구가 아닌 지속 가능한 투자와 사회적 책임에 더 많은 중점을 둔 새로운 금융 틀의 형성을 의미한다. 따라서 이를 위한 전문 투자 인력의 확보와 그들의 지식과 역량을 향상시키는 노력이 필요한 시점이다.

References

- [1] 김선민, 박경서, 정찬식, 2020, “스튜어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향에 관한 연구”, *한국증권학회지*, 49(4), pp. 515-543.
- [2] 김한나, 연강흠, 2014, “기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과”, *한국증권학회지*, 43(1), pp. 1-22.
- [3] 손성규, 배창현, 2018, “기관투자자의 주주행동주의가 자본시장에 미치는 영향”, *경영학연구*, 47(6), pp. 1515-1540.
- [4] 송민경, 2015, “한국형 스튜어드십 코드 도입 방향과 세부 내용 - 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙”, *한국기업지배구조원·자본시장연구원*
- [5] 송호신, 2017, “스튜어드십 코드와 기관투자자의 의결권행사”, *법과 정책연구*, 17(2), pp. 197-227.
- [6] 신유진, 김정옥, 김도연, 2022, “국민연금의 반대의결권행사가 회계정보의 질에 미치는 영향: 이익반응계수를 중심으로”, *회계학연구*, 47(6), pp. 87-119.
- [7] 안수현, 2016, “한국형 스튜어드십 코드인 ‘기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙안’의 법적쟁점과 과제”, *서울대학교 금융법센터*, 77
- [8] 이윤아, 연강흠, 김한나, 2017, “이사회의 독립성 개선여부에 따른 기관투자자의 반대의결권 행사의 실효성”, *한국증권학회지*, 46(1), pp. 61-96.
- [9] 이준서, 2023, “주주제안이 기업의 지배구조 및 가치에 미치는 영향: 스튜어드십 코드 도입에 따른 주주권강화 관점에서”, *한국증권학회지*, 52(3), pp. 421-447
- [10] 장정애, 2013, “지배주주 견제를 위한 기관투자자 의결권행사의 활성화 방안”, *상사판례연구*, 26(4), pp. 3-43.
- [11] 최문희, 2016, “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점”, *서울대학교 法學*, 57(2)
- [12] 황정미, 2020, “한국 스튜어드십과 주주행동주의의 고찰 -영국 스튜어드십 코드의 개정과 주주행동주의”, *기업법연구*, 34(3), pp. 259-295
- [13] Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim, 2006, “Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea.”, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), pp. 366-413.
- [14] Jambalvo, James, Shivaram Rajgopal, and Mohan Venkatachalam, 2002, “Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings.”, *Contemporary*

Accounting Research, 19(1), pp. 117-145.

- [15] McConnell, John J., and Henri Servaes, 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value.", *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 595-612.

About the Authors

Cho, Hyejin is working as an assistant professor at the Department of Social Science of Dongduk Women's University. She received Ph.D. from the School of Business at Korea University with a specialization in international finance. Her research revolves around diverse realms within international business strategy and international finance, encompassing areas such as overseas investment, fundraising, internationalization strategies, and the analysis of stock market information.

E-mail address: hyejinstor@dongduk.ac.kr